

国債の大量発行とマネーサプライ 重視政策 (1975 年～1979 年)

黒 田 晁 生

1. はじめに

昭和 30 年代から 40 年代前半 (1955 年～1970 年) にかけて日本の高度経済成長が続いた後、1971 年のニクソン・ショックと過剰流動性の発生に始まり 1973～1974 年の第 1 次石油危機と大インフレーションへとつながる激動期を経て、昭和 50 年代前半 (1975～1979 年) の日本は減速経済へと移行していった。本論文では、昭和 50 年代前半における日本銀行の金融政策が、昭和 40 年代後半の大インフレーションという苦い経験を踏まえつつ、国債の大量発行開始という新たな金融環境の下で、どのように変化したのかを検討する。

2. では、第 1 次石油危機後のトリレンマから減速経済への移行過程、および、日本銀行の金融政策面での対応を振り返ったあと、国債の大量発行開始に伴い国債管理政策面でどのような課題が生じたのかを検討する。3. では、日本銀行がいわゆる「マネーサプライ重視政策」を採用するようになった背景を調べるとともに、「マネーサプライ重視政策」を掲げた日本銀行の金融政策運営が、金融調節や貸出抑制指導などの面で実際にどのように変化したのかを検討する。4. は、本論文から得られる政策的インプリケーションの「まとめ」である。

2. 第1次石油危機後の減速経済と国債の大量発行

(1) 第1次石油危機後のトリレンマと減速経済への移行

1974年（昭和49年）12月19日、日本銀行の佐々木直第22代総裁が任期満了で退任し、森永貞一郎第23代総裁が就任した。一万田尚登総裁以来の日銀生え抜きであり、「日銀のプリンス」と呼ばれた佐々木総裁は、1973年秋からの第1次石油危機によって引き起こされた激しい物価上昇、大幅な経常収支赤字、生産の激減というトリレンマ状態の中で、まさに檻褻切れ状態になっていたの退任であった。日銀総裁の更迭に先立つ1974年12月9日には、「金権政治」の批判を浴びて田中角栄首相が退陣し、三木武夫内閣が成立していた。「今太閤」としての圧倒的な国民の人気を背景に、高度経済成長の夢を追う「日本列島改造論」を掲げて1972年7月7日に成立した田中内閣であったが、第1次石油危機後の狂乱物価を引き起こし、結果として高度経済成長時代の幕引き役となってしまったのは、歴史の皮肉というほかない。

5年間にわたる森永総裁時代における日本の主要経済指標は、表1に示したとおりであり、今日の我々の目からみると、当時の日本経済が全体としてまずまずのパフォーマンスであったことがわかる。すなわち、実質GDP成長率は、1975年から1979年の年平均で約5%を記録し、鉱工業生産も、1975年こそ前年比-11.1%の減少となったものの、1976年から1979年にかけての年平均では約7%の増加率を達成した。一方、物価面では、消費者物価指数上昇率が1975年の前年比11.7%から1979年の前年比3.7%にまで低下したほか、1974年に前年比31.3%と高騰した卸売物価指数上昇率も1975年から1979年の平均では前年比3%程度と安定した推移であった。この間において、日経225種平均株価は、1974年末の3817円から1979年末には6569円へと約1.8倍に上昇を遂げた。勿論、昭和30～40年代前半までの高

国債の大量発行とマネーサプライ重視政策（1975年～1979年）

表1 主要経済指標（1975～1979年）

	1975年	1976年	1977年	1978年	1979年
実質 GDP 成長率 (90年価格, 前年比, %)	4.0	3.8	4.5	5.4	5.1
鉱工業生産指数増加率 (90年平均=100, 前年比, %)	-11.1	11.2	4.0	6.3	7.3
国内企業物価指数上昇率 (95年平均=100, 前年比, %)	2.8	5.4	3.4	-0.6	5.0
全国消費者物価指数上昇率 (95年平均=100, 前年比, %)	11.7	9.4	8.1	4.2	3.7
マネーサプライ増加率 (M2+CD 平均残高, 前年比, %)	13.1	15.1	11.4	11.7	11.9
日経 225 種平均株価 (年末値, 円)	4358	4990	4865	6001	6569
円対米ドル為替レート (インターバンク直物, 年末値, 円/ドル)	305.15	293.00	240.00	195.10	239.90
日銀公定歩合 (年末値, %)	6.50	6.50	4.25	3.50	6.25

(注1) 日経 225 種平均株価の 1974 年末値は 3817 円

(注2) 円対米ドル為替レートの 1974 年末値は 300.94 円/ドル

(注3) 日銀公定歩合は 1974 年末の 9.0% から 1975 年中に 4 回引下げ, 1977 年中に 3 回引下げ, 1978 年中に 1 回引下げ, 1979 年中に 3 回引上げ

(資料出所) 日本銀行統計年報

度経済成長期と比べれば、実質経済成長率は約半分に低下したわけであり、その意味で、昭和 50 年代前半にあたる森永総裁時代は減速経済（あるいは低成長経済）への移行期として特徴付けられるわけであるが、ともあれ狂乱物価の後遺症であるトリレンマ状態から出発して、消費者物価指数上昇率を徐々に低下させながら、同時に実質 GDP 成長率を安定化させたことは、相応に高く評価されてしかるべきだろう。

それでは、森永総裁時代における日本経済の推移をもう少し詳しく検討してみよう。森永総裁の就任後間もない 1975 年春頃より、インフレーションは収束に向かう一方で、激しく落ち込んでいた鉱工業生産が底入れするなど、

緩やかな景気回復の兆しが見られるようになった。政府は、1975年に入ってから、2月、3月、6月、9月と4次に亘る景気対策をとることによって、そうした景気回復への動きを支援した。特に9月の第4次景気対策では、総額2兆2900億円の特例国債が発行されるなど、財政面からの積極的な支援措置がとられた。ちなみに、内閣府（2000年までは経済企画庁）が発表している「景気基準日付」によって跡付けてみると、1973年11月を景気の「山」として始まった景気後退局面は、1975年3月の景気の「谷」をもって終了していたことになる。しかし、1975年8月には株式会社興人が会社更生法を申請し、同年12月には北米の石油精製事業失敗による安宅産業の経営危機が明らかになるなど、依然として不安を抱えながらの景気回復ではあった。また、同年12月にはロッキード汚職事件が発生し、「クリーン政治家」を標榜する三木首相の下で、1976年7月に田中角栄前首相までもが逮捕された。これを切っ掛けに、いわゆる「三木おろし運動」という形で政局は混乱状態に陥り、同年12月に三木首相が退陣を余儀なくされて、福田赳夫内閣が成立した。福田内閣の発足後、景気は再び後退傾向を示したため、1977年3月には、①公共事業の早期執行、②市中金利の低下、③住宅建設の促進、④民間設備投資の促進一からなる景気対策4項目が決定された。もっとも、上記「景気基準日付」によれば、景気後退局面は同年1月の景気の「山」から同年10月の景気の「谷」までの9か月間で終了しており、財政面からの相次ぐ刺激措置に加えて、後述するような日本銀行の金融緩和政策の効果もあって、トリレンマ状態から脱出し終えた日本経済が、この頃から回復軌道に乗ったことがわかる。

トリレンマから脱出した日本経済が新たに直面した課題は、わが国の国際収支の黒字拡大に伴う対日批判の高まりにどう対処するかであった。1976年6月にプエルトリコのサンファンで開催された第2回サミット（先進国首脳会議）において、日本は円安誘導により輸出を伸ばしているという批判を

浴びた。ちなみに、当時の為替レートは、第1次石油危機後における円の最安値（1975年12月の1ドル＝306円）とほとんど変わらない1ドル＝300円近辺であり、変動為替相場制度に移行した1973年3月当時の1ドル＝264円近辺と比べると、14%程度の円安となっていた。また、1976年のわが国の経常収支は4年ぶりに黒字（36.8億ドル）を記録した。こうした状況の下で、日本は、アメリカ、西ドイツとともに世界経済の機関車となるべきだとする「機関車論」が台頭し、1977年5月、ロンドンでの第3回サミットにおいて、日本は1977年度の実質GDP成長率6.7%を公約することとなった。元来は「健全財政論者」であった福田首相が、同年9月に総額1兆1500億円の公共事業追加を柱とする総合経済対策を決定したのは、そうした国際公約に縛られてのものであった。

内需拡大措置が採られたにも拘らず、日本の経常収支黒字は、1977年には109.1億ドル、1978年には165.3億ドルへと拡大した。また、為替レートは、1977年秋から急速に円高化し、1978年10月末には1ドル＝176円という円の既往最高値を記録した。1975年12月の円最安値と比較すると、実に4割以上の猛烈な円高であった。もっとも、同時に西ドイツ・マルクも、米ドルに対する既往最高値（1ドル＝1.71マルク）を記録しており、当時の米ドルが、日本円のみならず、西ドイツ・マルクなどの欧州通貨に対しても急速に減価していたことがわかる。そうしたドル全面安の展開に対して、1978年11月1日にアメリカのカーター政権は、西ドイツ、日本、スイスと共同で、①為替市場への協調介入、②アメリカ財務省が保有する金の売却額拡大、③アメリカの金融引締め政策実施一からなるドル防衛策の発表に踏み切り、これを契機として米ドル相場が漸く反転上昇した¹⁾。

この間において、急速な円高によって景気の停滞感が強まったわが国では、1977年12月に、昭和52年度予算の第2次補正と併せた昭和53年度予算（いわゆる「15か月予算」）の編成において、経済見通しとして7%成長を掲

げた臨時異例の大型予算が打ち出された。昭和53年度の一般会計予算額34.3兆円は前年度比+20.3%という高い伸びとなり、同予算においては、それまで維持されたきた国債依存度30%の歯止めが破られ、それ以降の国債発行累増に弾みをつけることとなった。1978年7月に西ドイツのボンで開催された第4回サミットで、福田首相は7%成長達成を国際的に公約したが、同年10月には自民党総裁予備選挙で敗北し、「闇將軍」として政局の鍵を握るようになった田中角栄元首相の応援を得た大平正芳内閣が12月に成立した。

森永総裁の任期満了まで約1年となった1978年12月に、石油輸出国機構(OPEC)のアブダビ総会において、当時アラビアン・ライト1バーレル=12.70ドルであった原油価格を1979年中の平均で10%引上げることが決定された。おりしも、1979年1月には、イスラム教の最高指導者ホメイニ師によるイラン革命が勃発して、イランの石油生産が激減したことなどから、1979年から80年にかけて原油価格は大幅に上昇し、ついに1981年末には1バーレル=34ドルにまで上昇を遂げた。そうした形での第2次石油危機の発生とともに、外国為替市場においては1978年末の1ドル=194円から、1980年4月8日の1ドル=260円(当時の円最安値)まで、円安方向への揺り戻しが起きた。第1次石油危機後において減量経営に励んできた日本経済ではあったが、1979年の経常収支が5年振りの赤字(87.5億ドル)となったように、当時においては依然として石油に依存した体質の弱さが残されていたのである。1979年6月に東京で開催された第5回サミットでは、大平首相が議長役を務め、1985年までの各国別石油輸入目標が設定されるなど、石油節減に向けての合意形成が図られた。

1979年12月、大平首相からの再任要請を固辞した森永総裁は任期満了で退任し、前川春雄第24代日銀総裁に交代した。事前の下馬評では、大蔵省出身の澄田智氏(当時の日本輸出入銀行総裁)が新総裁の最有力候補であっ

たが、森永総裁は、自らの副総裁役を務めた日銀生え抜きの前川春雄氏を新総裁に抜擢すると同時に、次期総裁候補含みで澄田智氏を新副総裁としたのであった。情報通として定評のある経済専門紙「日本経済新聞」が、直前に「澄田総裁，前川副総裁」という天下の大誤報を犯したことが端的に示しているように、まさに大方の意表を突いた森永人事であった。

（2）日本銀行の金融緩和政策

昭和 50 年代前半における森永総裁時代の日本銀行の金融政策は、第 1 次石油危機後の狂乱物価に対応した金融引締め政策を徐々に解除していくことから始まった。当時における日本銀行の公定歩合操作を振り返ってみると、卸売物価の下落が続くなど物価情勢に落ち着きが見られるようになった 1975 年 4 月に公定歩合（商業手形割引歩合）を 9.0% から 8.5% に下げたのを皮切りに、6 月には 8.0%，8 月には 7.5%，10 月には 6.5% へと 4 度に亘る引下げが実施された。また、同年 11 月には、量的な金融緩和を図るという観点から、準備預金制度上の必要準備率の引下げ（銀行等の預金残高 1.5 兆円超の区分で、定期性預金は 2.25% から 2.00% へ、その他の預金は 4.25% から 3.75% へと引下げ）が実施され、総額で約 5200 億円の準備預金が解放された。さらに、翌 1976 年 2 月には、必要準備率の第 2 次引下げ（同、定期性預金は 1.75% へ、その他預金は 3.00% へと引下げ）により、総額で約 3800 億円の準備預金が解放された。この間において、1973 年 1～3 月期から続けられてきたいわゆる「窓口指導」（都市銀行などの民間金融機関による貸出増加額を抑制するための規制指導）については、1975 年 4～6 月期以降、地方銀行・相互銀行に対しては原則として貸出自主計画を尊重するようになり、都市銀行・長期信用銀行・信託銀行に対しても貸出増加額抑制枠が次第に拡大されていった。

次に、1976 年後半から景気が次第に減速したのに対応して、日本銀行は

公定歩合を1977年3月に6.0%、4月に5.0%へと相次いで引下げた。福田内閣は、3月の公定歩合引下げと同時に上記の景気対策4項目を、また4月の公定歩合引下げと同時に予算の上期前倒し執行（上期中の公共事業契約率目標73%）をそれぞれ決定しており、財政政策と金融政策の両面から積極的な景気対策がとられたのである。もっとも、1977年5月のロンドン・サミットで国際的に公約した1977年度6.7%成長を達成するのは實際上困難な景気情勢であり、政府は同年9月に総合経済対策（総額1兆1500億円）を打ち出すことになった。そうした状況の下で、日本銀行も同じく9月に公定歩合を4.25%へと引下げ、10月には必要準備率の第3次引下げ（銀行等の預金残高2兆円超の区分で、定期性預金は1.625%へ、その他の預金は2.50%へと引下げ）を行うなど、追加的な金融緩和措置をとった。なお、都市銀行・長期信用銀行・信託銀行に対する日本銀行の「窓口指導」は、1977年7～9月期から各銀行の貸出自主計画を尊重する方式に変更され、これを以って実質的に一旦終了となった。

さらに、1977年秋からの急速な円高によって景気の停滞感が強まったのに対応して、財政面で臨時異例の昭和53年度大型予算が組まれるなど積極方針がとられたのと並行して、日本銀行も1978年3月に公定歩合を4.25%から3.5%へと引下げた。公定歩合変更に伴う日本銀行の対外発表文には、「為替相場が2月央以降再び円高傾向を強めるに至っており、これが企業家心理にかけりをもたらすと共に収益悪化等を通じ実体的にも国内経済に影響を及ぼすことが懸念される」と述べられており、この公定歩合引下げが、円高への対応措置としてとられたことがわかる。なお、1975年4月以降8次に亘る引下げの結果、公定歩合は3.5%となったが、これは1946年10月以来の最低水準であった。

さて、1978年12月から始まった第2次石油危機は、世界経済を再びインフレーションと不況の混乱へと導くことになった。そうした状況下、第2次

国債の大量発行とマネーサプライ重視政策（1975年～1979年）

石油危機によるインフレーションの再発を警戒した日本銀行は、1979年1～3月期に「窓口指導」を復活させ、都市銀行・長期信用銀行の貸出計画を大幅に圧縮させた。さらに、4～6月期には信託銀行・地方銀行・相互銀行、7～9月期には大手信用金庫へと貸出抑制指導の対象先を拡大していった。また、1979年4月に公定歩合を3.5%から4.25%へと引上げ、早めに金融引締め政策へと転換した後、同年7月には5.25%へ、11月には6.25%へと、3次に亘る公定歩合引上げを矢継ぎ早に実施した。日本銀行内部での慣用語にしたがって、公定歩合引上げを「勝ち」、引下げを「負け」とすれば、森永総裁は3勝8敗で、同年12月に任期満了を迎えたのであった。なお、森永総裁からバトンタッチを受けた前川総裁の下で、日本銀行は1980年2月に公定歩合を7.25%へ、さらに同年3月に9.0%へと相次いで引上げ、公定歩合はごく短期間のうちに第1次石油危機当時のピークと同水準にまで戻ったのである。

（3）国債大量発行と国債管理政策上の課題

昭和50年代前半（1975～1979年）の日本は、国債大量発行時代の到来として特徴付けられる。第1次石油危機以降において、日本が減速経済へと移行するにつれて、税収の伸び率は大幅に低下した⁽²⁾。その一方で、1973年に田中内閣が導入した老人医療の無料化、老齢年金の大幅増加と物価スライド制は、その当時においてこそ「福祉元年」ともてはやされたものの、減速経済の下においても社会保障関係支出が高い伸びを続ける要因となった。また、1970年以降において相次いで採られた政府の景気対策によって、公共事業関係費もまた高い伸びを続けた。そうした状況の下で、表2が示すとおり、国債の新規発行額（実績）は、1975年度（昭和50年度）の5兆2805億円から増加の一途を辿り、1978年度に10兆6740億円と初めて10兆円台に乗せたあと、1979年度には13兆4720億円に達した。昭和40年代後半までは、

表2 国債関連指標 (1970～1984年度)

(単位: 億円, 国債依存度は%)

年度	一般会計歳出	一般会計税収	国債発行額	国債依存度	国債残高
1970	81,877	72,958	3,472	4.2	28,112
1971	95,611	79,272	11,871	12.4	39,521
1972	119,322	97,701	19,500	16.3	58,186
1973	147,783	133,655	17,662	12.0	75,504
1974	190,998	150,359	21,600	11.3	96,584
1975	208,609	137,527	52,805	25.3	147,731
1976	244,676	156,578	71,982	29.4	220,767
1977	290,598	173,329	95,612	32.9	319,024
1978	340,960	219,205	106,740	31.3	426,158
1979	387,898	237,295	134,720	34.7	562,513
1980	434,050	268,687	141,702	32.6	705,098
1981	469,212	289,521	128,999	27.5	822,734
1982	474,451	305,111	140,447	29.7	964,822
1983	506,353	323,583	134,863	26.6	1,096,947
1984	514,806	349,084	127,813	24.8	1,216,936

(注1) 一般会計歳出・税収とも決算ベース。

(注2) 国債依存度は、国債発行額を一般会計歳出で割った値

(資料出所) 財務省

毎年1～2兆円規模の新規発行額であったのと比べると、まさに様変わりの国債大量発行時代が到来したのである。この間において、昭和50年度補正予算において「建設国債の原則」が放棄されて、特例国債（赤字国債）の発行が再開されたほか、昭和52年度第2次補正予算と併せた昭和53年度予算編成では、国債依存度3割以下の原則も放棄されるなど、まさになし崩し的な国債発行の拡大であったことがわかる。なお、1983年度（昭和53年度）末には国債残高が100兆円を突破した。

国債の大量発行時代に入り、政府は国債管理政策面での対応を迫られるようになった。まず、国債の発行市場においては、国債引受シンジケート団を構成する民間金融機関の引受負担を緩和するために、発行国債の種類や発行

方式の多様化が図られた。すなわち、昭和 46 年度途中までは 7 年物利付国債、それ以降は 10 年物利付国債がもっぱら発行されていたが、1977 年 1 月に 5 年物中期割引国債をシンジケート団方式で発行開始し、さらに 1978 年 6 月には 3 年物中期利付国債を入札方式で発行開始した。その後、1979 年 6 月には 2 年物中期利付国債、1980 年 3 月には 4 年物中期利付国債についても、それぞれ入札方式による発行が開始された。公募入札方式による国債発行は、シンジケート団メンバーの引受負担軽減を狙いとするものであったが、証券会社による落札シェアが次第に上昇して、それまで銀行に比べて常に劣位に置かれてきた証券界の力が相対的に増すという結果につながった。証券会社は、大量に落札した中期国債を組み込んだ新商品「中期国債ファンド」を個人投資家に販売し、規制金利下の銀行預金に対する競争を有利に展開していったのである。

一方、国債の流通市場においては、引受シンジケート団メンバーである金融機関が保有する国債の売却制限が漸次緩和されていった。こうした「国債流動化」は、国債の大量発行開始とともに、民間金融機関（なかんずく、都市銀行をはじめとした大手銀行）の保有する国債が、毎年累増するようになったことに対応した措置であった。「国債流動化」が進められた過程を辿てみると、1977 年 4 月に特例国債について発行後 1 年経過したものの売却が認められ、同年 10 月に建設国債についても発行後 1 年経過したものの売却が認められた。さらに、1980 年 5 月には上場時点（発行後 7～9 か月）以降における売却が認められ、1981 年 4 月には発行後 3 か月を経過した日の属する月の翌月初からの売却が認められた。こうした一連の「国債流動化」措置を受けて、1977 年度以降に国債売買高が急増し、自由金利の国債流通市場が急速に拡大したのである。ちなみに、利付国債の売買高をみると、1976 年度の 3.2 兆円（公社債売買高に占めるシェア 4.5%）から 1977 年度の 21.8 兆円（同 16.0%）、1978 年度の 68.3 兆円（同 34.8%）、1979 年度の 109.6 兆

円（同 49.2%）へと、「国債流動化」後に目覚しく拡大したことがわかる。

さて、第2次石油危機の発生に対応して1979年春から日本銀行が金融引締め政策に転じると、国債流通市場においては国債価格の暴落（国債利回りの急上昇）が引き起こされた。とりわけ、「ロクイチ国債」と称されていた6.1%クーポンの10年物国債の利回りが急上昇し、1979年初には6.61%であったものが、1980年4月の利回りピーク時には実に12.42%となり、出来あがったばかりの国債流通市場は混乱状態に陥った。当時の大蔵省は、1979年5月に、①1979年度シンジケート団引受予定の10年物利付国債の1兆円減額、②中期国債公募入札予定額の増額、③国債整理基金等の資金を活用した国債市場の安定化—などからなる「7項目対策」を発表した。また、同年6～7月にかけて、国債整理基金などの資金を使った国債価格支持政策を実際に試みたが、金融引締め政策の下で国債市場の実勢利回りは上昇基調にあり、そうした流れを変えることはできなかった。国債価格の暴落によって、シンジケート団メンバーの民間金融機関は、膨大な国債含み損を抱えて悲鳴を上げるようになったため、1979年12月に、大蔵省は金融機関の保有する国債の評価方法について、従来の低価法から原価法または低価法の選択制へと変更した。大手銀行などの決算対策を手助けするための措置であった。

3. 「マネーサプライ重視政策」への転換

(1) 「マネーサプライ重視政策」の内容

森永総裁時代における日本銀行の金融政策は、「マネーサプライ重視政策」を採用したところに最大の特徴があるといわれている。日本銀行が金融政策の運営においてマネーサプライ指標を重視していることを対外的に明示するようになったのは、1978年7～9月期における「マネーサプライ見通しの公表」からということになるが、ここでは、実際に「マネーサプライ見通しの

公表」に至る過程で、日本銀行の内部でどのような議論が行なわれたのかを振り返ってみる。

日本銀行調査局〔1975a〕は、当時の欧米主要国において既に金融政策の主流となっていた「マネーサプライ目標政策（monetary targeting）」（すなわち、金融政策の中間目標として先行き 1 年間程度の期間におけるマネーサプライ増加率の目標値あるいは目標範囲を公表し、それを達成しようとする政策運営方式）を意識しながら、調査局特別調査課が行った丹念な実証分析の結果をとりまとめるとともに、その政策的インプリケーションとして、いわゆる「マネーサプライ重視政策」への転換を主張した重要な論文である。なお、当時の特別調査課長は、後に金融研究所長を経て理事となる鈴木淑夫氏であった。

この論文において紹介されている主な実証分析の結果は、次のようなものであった。すなわち、①日本では、マネーサプライ（M1 や M2）と経済活動（物価、GDP など）との間に、昭和 30～40 年代を通じて統計上かなりの相関関係が認められるが、M1 と M2 との比較では、一般に M2 の方が物価との相関が高い、②マネーサプライ、とくに M2 残高が変動すると、数四半期後の物価も同じ方向へ変動するという共変的な関係は、昭和 30～40 年代を通じて観察される、③マネーサプライ残高が変動すると、やがて名目 GDP や実質 GDP が変動するという共変関係は、昭和 30 年代には高かったが、昭和 40 年代には一部を除いて失われている—というものであった。実証分析のために用いられた手法は、時差相関係数やアーモン・ラグなどの計測であり、今日から振り返ってみれば極めて素朴なものであったが、そうした実証分析の結果が、当時においてはさしたる異論も無く受容されたのである。

次に、この論文では、そうした実証分析の結果を踏まえて、「マネーサプライ重視政策」の採用に向けての積極的な提言がなされた（日本銀行調査局

[1975a] p.1を参照)。すなわち、①「今後物価の安定を確保しつつ、適切な経済の発展を図っていくためには、金融政策の運営上、マネーサプライの動向に十分な注意を払い、その行き過ぎを防いでいくことが大切である」、②「しかし、マネーサプライと物価の量的な関係は、経済の局面によって変わりうるので、あらかじめ特定の M2 残高の伸び率を目標にかかけ、これを機械的に実現しようという態度は適切ではない」、③「マネーサプライのコントロールにあたっては、供給要因の太宗を成す市中貸出の調整が中心となるが、市中貸出以外の供給要因の影響も少なくないので、これに対しては、可能な限りで適切な調整を加えることが必要である」、④「金利政策をはじめとする各種の政策手段を活用し、マネーサプライ残高の趨勢を望ましい水準にコントロールすることが重要であるが、その際ここ当分は窓口指導を継続することもやむをえない」というのが、この論文における「マネーサプライ重視政策」、および、そのための政策手段に関する提言であった。

もっとも、この論文で提言された「マネーサプライ重視政策」の内容は、後述するように、当時の欧米諸国において主流となっていた「マネーサプライ目標政策」とは大分かけ離れたものであった。そのことから、欧米流の「マネーサプライ目標政策」の導入を念頭に置いて分析作業を進めてきた日銀調査局ではあったが、「日銀調査月報」の巻頭論文として公表するために、金融政策の企画を担当する総務部（当時）や、金融調節や窓口指導を担当する営業局（当時）など日銀内他部局との調整を行う過程で、政策提言に関する部分についての妥協を重ねていった様子を窺うことができる。また、実際に 1978 年 7～9 月期から日本銀行が公表したのは、「マネーサプライ見通し」であり、欧米諸国の「マネーサプライ目標政策」のように、マネーサプライの目標値あるいは目標範囲（レンジ）を設定して、それを達成しようとするものではなかったのである。

それでは、この論文で提言された「マネーサプライ重視政策」の内容を仔

細に検討することにより、当時の日本銀行内部での議論を振り返ってみよう。まず上記①の主張は、日本銀行が金融政策の最終目標として物価の安定を最優先し、そのためにマネーサプライの動向を注視すべきことについて、日本銀行としての合意が得られたことを示している。こうした意味での「マネーサプライ重視政策」への転換に対して、いわば総論としての合意が日本銀行内部で得られた背景には、やはり第 1 次石油危機前後に民間金融機関貸出の急増から大インフレーション（狂乱物価）を引き起こしてしまったことに対する日銀の深い反省があったといえよう。しかし、そうした「マネーサプライ重視政策」を具体的にどのような形で実践していくのかという段になると、上記②で「あらかじめ特定の M2 残高の伸び率を目標に掲げ、これを機械的に実現しようという態度は適切ではない」と述べられているように、マネーサプライの目標値または目標範囲を設定することによって、金融政策に関する自らの裁量権を制約することや、さらには、仮にマネーサプライ目標を達成できなかった場合に責任をとらされることなどを警戒する意見が日本銀行内部で強かったことが窺われるのである。ちなみに、1978 年 2 月から 1980 年 3 月まで日本銀行の総務部担当（すなわち、金融政策担当）理事であった中川幸次氏は、欧米諸国のような文字通りの「マネーサプライ目標政策」導入に対して、「しかし日銀内部には賛成者が少ないようだった。そして、そのうち、前川副総裁が『直近四半期の見通し』を公表することを提案された。日銀内部にも、この程度ならと賛成者が多かったし、私もこのほうがよいかなと思った。そして、森永総裁の決断で実施が決まったのである」（中川幸次 [1981], p.190）と、当時の日銀内部での議論を回想している。つまり、日本銀行が 1978 年 7～9 月期から開始した「マネーサプライ見通し公表」とは、欧米諸国が採用していた金融政策運営の枠組みにおける「マネーサプライ目標値あるいは目標範囲」の公表と決して同じ性格のものではなく、あくまでも「見通し」（したがって、外れた場合にも、日本銀行の裁量的な金融

政策を拘束はしない性格のもの)に過ぎなかったのである⁽³⁾。

次に、マネーサプライをどのようにしてコントロールするのかという政策手段に関する提言を検討してみよう。上記③は、マネーサプライの大半が「市中貸出」(日銀用語で、民間金融機関による貸出の意味)によるものなので、マネーサプライのコントロールは市中貸出の調整が中心となるが、民間金融機関による国債引受などの形でのマネーサプライ供給要因も存在するので、「可能な限りで適切な調整を加えることが必要である」と論じている。これは、マネーサプライ統計対象金融機関の「信用面の対応」(資産サイド)を構成する、(a)マネーサプライ統計対象金融機関による企業や個人向け貸出などの形での対民間信用、(b)それら金融機関による国債引受などの形での対政府信用、(c)それら金融機関による対外資産買入れ—などの中で、国債の大量発行に伴い次第に(b)のウェイトが無視しがたいものとなってきていることを指摘したものであり、そうした事実認識に関しては日本銀行内で合意が得られていたことを示唆している。ただし、マネーサプライ統計の「信用面の対応」は、あくまでも事後的な姿を示したものであり、マネーサプライのコントロールを目指す場合に、(b)、(c)を与件としておいて、(a)に「適切な調整を加える」というのは実際には容易な技ではないのである。たとえば、日銀営業局総務課資金第一係長および調査役として、第1次石油危機前後における金融調節や「窓口指導」を指揮した横山昭雄氏は、「大幅な財政払超は、それにつれて銀行貸出を増加させるような論理が、金融機構の中に内在している」以上、対政府信用が増えたら、その分だけ対民間信用を抑えればよいというのは、「この本質をみない形式論理としかいいようがない」と厳しく批判している(横山昭雄 [1987] p. 150 を参照)。

ところで、上記④からは、「マネーサプライ重視政策」の下においても、日本銀行はマネーサプライの主たる供給要因である民間金融機関貸出をコントロールする手段として、従来からの直接的規制手段である「窓口指導」に

依存せざるをえないというのが、当時の日本銀行内における現実的判断であったということがわかる。すなわち、本来ならば「金利政策をはじめとする各種の政策手段を活用」したマネーサプライのコントロールを志向すべきなのであるが、日本の金融市場における金利自由化が依然として不十分な状況では、そうした金利政策の効果には限界があると、当時の日本銀行内部では考えられていたのである。日本銀行が、1970 年代後半（昭和 50 年代）から短期金融市場を中心として金利自由化を推進したのは、基本的にはそうした問題意識を背景とするものであり、そうした金利自由化が達成された暁には、「窓口指導」という直接的規制手段に依存した金融政策からの脱却が可能となることが期待されたのであった。しかし、「窓口指導」は、バブル崩壊後の 1992 年に日本銀行が最終的に廃止を決定するまで、金融緩和期の中断をはさみながら、長い期間に亘って実際に継続されたのであり、また、「窓口指導」が最終的に廃止された時点では、すでに日本銀行が「マネーサプライ重視政策」自体を実質的に放棄していたのであるから、事後的にみて「マネーサプライ重視政策」の下での日本銀行によるマネーサプライ・コントロールは、「窓口指導」という従来からの直接的規制手段にかなりの程度依存していたことになる。

（2）銀行貸出量とマネーサプライ

日銀調査局が「マネーサプライ重視政策」の採用に向けての論陣を張った背景には、明らかに当時の欧米主要国における「マネーサプライ目標政策」の隆盛があった。日本銀行内部でしばしば見られる議論展開であるが（むしろ、一般的に日本の官僚組織においてしばしば見られる議論展開というべきだろうが）、「欧米主要国では、…だから、日本もそうした先例に倣うべきだ」とするいわゆる「出羽の守アプローチ」が、ここでも当時の日銀調査局によって採用されたのである。ちなみに、日本銀行調査局 [1975b] は、まさにそ

うした「出羽の守アプローチ」に基づいた典型的な論文であり、①アメリカでは、連邦準備制度の金融政策における運営指標として、1970年代に入ってからマネーサプライ、銀行信用などの「量的金融指標」が、従来の短期金融市場情勢（つまり、FFレートなどの短期金利）よりも重視されるようになってきたこと、②イギリスでは、英蘭銀行（イングランド銀行）が1969年から「国内信用増加額（＝マネーサプライ増加額＋国際収支赤字）」を、また1970年からマネーサプライを金融政策の目安として採用するようになったこと、③西ドイツでは、ブンデスバンクが1973年から「中央銀行通貨残高（＝流通現金＋銀行手持ち現金＋市中銀行の国内債務に対する所要準備額〈ブンデスバンク預け金〉）」を金融政策の運営目標として採用したことなど一連の動きをサーベイしている。

この論文の「むすび」において、欧米主要国では「マネーサプライ残高が重要であるという認識は確立しており、（中略）運営目標に取り入れようとする傾向は一段と強まりこそすれ弱まることはあるまい」（p.14）と述べられている通り、欧米主要国の中央銀行は、1970年代後半に相次いでマネーサプライ目標値（ないしは目標レンジ）の設定に踏み切っていった。すなわち、①アメリカの連邦準備制度は、1975年5月にマネーサプライ（具体的には、M1, M2, M3の3指標）について先行き1年間の目標増加率レンジ（2～3%の幅）を四半期ごとに公表することになった⁽⁴⁾、②西ドイツのブンデスバンクが1974年12月から「中央銀行通貨量」増加率の目標値を公表するようになった⁽⁵⁾、③イギリスのイングランド銀行は、1976年7月からポンド建てM3についての先行き1年間の目標値を公表するようになった⁽⁶⁾—などの事例が相次いだ。

では、当時の欧米主要国が相次いで「マネーサプライ目標政策」に転換していった理由は何だったのだろうか。この論文によれば、最も重要な理由は、これらの国で従来採用されていた「金利政策」（金融政策の運営指標として、

金利を重視する政策）が、インフレーションの進行に対して無力化したことであった。この論文の「要旨」では、その間の事情について、次のような明快な解説を加えている。

『運営目標』を金利水準からマネーサプライ等の残高増加率へ移した最大の契機は、インフレーションの高進である。名目金利を金融政策の運営目標としてこれをある水準に保っていると、インフレ心理を背景に人々の予想物価上昇率が高まった場合には、それを差し引いた実質金利は低下する。すると、支出拡大のための資金需要が高まるが、名目金利を運営目標としているかぎり、これをある水準に保つために資金需要に貸し応じることとなり、マネーサプライの過大供給をもたらして、結果的にインフレーションの進行を追認することとなる。これに対してマネーサプライ残高など量的金融指標を運営目標としてその増加率をある水準に保っている場合には、人々の予想物価上昇率が高まり、資金需要が強まっても、マネーサプライの過大供給を招くような信用膨張は避けられる。この結果、名目金利は大幅に上昇するが、それによって資金需要が抑えられ、経済の自律的な均衡回復が促進される」（日本銀行調査局 [1975b] p. 1）

さらに、この論文では、欧米主要国が「マネーサプライ目標政策」に転換したそのほかの理由として、①アメリカやイギリスで 1960 年代の国債価格支持政策がマネーサプライの過大供給をもたらしたことに對する反省、②欧州諸国で 1960 年代後半以降ユーロ・ダラーなどの国際資本移動活発化によりマネーサプライの過大供給がもたらされたことに對する反省、③アメリカを中心とした学界において、1960 年代中頃からマネタリズムが台頭したことの影響—があったことを指摘している。

さて、日本銀行の「マネーサプライ重視政策」に目を転じると、欧米主要国とはかなり異なった事情の下で、従来の金融政策運営から転換したことがわかる。すなわち、日本銀行が昭和 30～40 年代を通じて採用してきた金融

政策の運営手法は、公定歩合操作（すなわち、金利政策）と「窓口指導」（すなわち、量的金融指標）を組み合わせたものであり、その意味で、量的金融指標の採用に関して言えば、日本銀行は欧米主要国よりも遥かに先んじていたのである⁽⁷⁾。したがって、日本銀行が「マネーサプライ重視政策」へ転換すべきか否かという問題を議論する際には、なによりもまず、銀行貸出よりもマネーサプライの方が金融政策の運営目標として優れているのか否かに関する十分な検討が必要であったはずである。

ところが、大変残念なことに、「マネーサプライ重視政策」への転換の必要性を主張した日本銀行調査局 [1975a] においては、国債の大量発行（および、民間金融機関による国債大量引受）に伴って銀行貸出増加率とマネーサプライ増加率とが将来において乖離する可能性が述べられているのみで、銀行貸出とマネーサプライのいずれが金融政策の運営目標として優れているのかについての理論・実証分析は、完全に欠落していた⁽⁸⁾。察するところ、当時の日本銀行内部では、日本銀行調査局 [1975b] で紹介されているような、欧米主要国における「マネーサプライ目標政策」への転換の一つの理由が、国債価格支持政策などによってマネーサプライの過大供給がもたらされたことへの反省であったとする議論のアナロジーとして、日本でも国債の大量発行開始につれて「銀行貸出よりもマネーサプライが重要となる」というマネタリスト的主張に与していったように窺われる。ちなみに、前述した中川幸次氏は、「昭和四十年代までは、マネーサプライはほとんど銀行貸出で決まっていた。しかし五十年代に入って国債が大量に発行されるようになった。とくに最近は国際化が進み、海外からの資金流入も活発になった。そのため、従来のように貸出を抑えるだけでは、マネーサプライはコントロールできなくなった。」（中川幸次 [1981] p. 217）と述べている。しかし、表3の示すとおり、マネーサプライ（M2+CD 末残前年比）に関する「信用面の対応」をみると、国債引受を中心とした財政部門向け信用の寄与度は、

国債の大量発行とマネーサプライ重視政策（1975年～1979年）

表3 マネーサプライと信用面の対応（1975～1989年）

（単位：％）

年	M2+CD 末残前年比	対外資産 寄与度	財政部門 向け信用 寄与度	民間向け 信用寄与度	うち貸出 寄与度	その他 寄与度
1975	14.5	-0.8	4.9	12.7	12.1	-2.3
1976	13.5	0.7	4.4	12.0	11.6	-3.6
1977	11.1	1.7	2.5	9.0	8.7	-2.1
1978	13.1	0.3	3.4	10.1	9.6	-0.7
1979	9.1	-2.3	3.5	7.7	7.0	0.2
1980	7.2	-1.0	1.3	8.0	7.4	-1.1
1981	11.0	-0.2	2.6	9.0	8.3	-0.4
1982	7.9	-0.6	1.3	8.6	8.2	-1.4
1983	7.3	0.5	0.9	8.4	8.1	-2.5
1984	7.8	-1.3	1.4	9.2	8.8	-1.5
1985	8.7	-1.0	-0.1	10.7	10.1	-0.9
1986	9.2	-2.3	1.3	9.6	9.0	0.6
1987	10.8	-0.9	0.0	11.3	10.3	0.4
1988	10.2	-0.5	1.5	11.1	9.6	-1.9
1989	12.0	-1.0	1.6	11.9	10.3	-0.5

（注）「その他」には、「地方公共団体向け信用」を含む

（資料出所） 日本銀行

1975年の4.9%、1976年の4.4%と高かったものの、その後は概ね低下傾向を辿っており、1980年代には再びマネーサプライがほとんど銀行貸出で決まる状況に戻ったのである。これは、既に述べたような国債流動化後における民間金融機関の国債売却活発化などの影響と考えられるが、いずれにせよ日本銀行が銀行貸出に替えて「マネーサプライ重視」を打ち出した際の理由付けは、決して強固なものではなかったのである。当時の日本銀行内には、そうした「マネーサプライ重視」の議論に対して、「物神心崇拜的なマネーサプライ信仰の匂いを嗅ぎつけずにはいられない」（横山昭雄 [1987]）と疑問を呈する向きも少なからず存在したが、それも蓋し当然だったのである。

(3) 窓口指導と金利自由化

「マネーサプライ重視政策」を標榜するようになった日本銀行が1970年代に目指したのは、「金利政策をはじめとする各種の手段」を活用したマネーサプライのコントロールであった。もっとも、マネーサプライの供給要因として民間金融機関の「市中貸出」が引き続き圧倒的なウェイトを占めているという事実当面変わりは無かったから、国債引受に伴うマネーサプライ増加要因に注意しながら、基本的には民間金融機関貸出のコントロールを目指すというのが実態であった。そして、民間金融機関貸出をコントロールする手段として、従来のような「窓口指導」という直接的規制手段から、金利の波及効果を利用した「市場（価格）メカニズム」へと重点を移そうとしたのである。既にみたとおり、欧米主要国においては、インフレーションの下での「金利政策」の問題点を克服するために、「マネーサプライ目標政策」へと転換したのであるが、日本銀行は「マネーサプライ重視政策」を標榜しながら、むしろ「金利政策」を活用して民間金融機関貸出量（ひいてはマネーサプライ）をコントロールする方向に金融政策運営の舵を切ろうとしたのである⁽⁹⁾。

従来において日本銀行が民間金融機関貸出をコントロールするために用いていた主たる手段は、「窓口指導」であった。「窓口指導」とは、景気過熱時において主要な民間金融機関に対して貸出抑制を指導する「道徳的説得」であったが、四半期ごとの「市中貸出増加額」について都市銀行、長期信用銀行、信託銀行など業態別の総枠を定めた上で、それを各業態内での個別銀行の貸出残高シェアなどを基準に割り振るものであった。すなわち、「窓口指導」は、日本銀行の指導下に行なわれた典型的なカルテル規制であり、業態別および業態内各銀行のシェアを固定化させるとともに、いわゆる「横並び意識」に基づく銀行行動を強化することにつながった。また、「窓口指導」

対象外の政府系金融機関、外資系銀行、生命保険会社などが、金融引締め期に相対的にシェアを増加させ、「窓口指導」の対象とされている主要な民間金融機関の不満が高まるという問題点もあった。さらに、1973年から変動為替相場制度に移行して内外資本移動が活発化する方向にあったことや、1970年代後半から国債の大量発行が始まって自由金利の国債流通市場の発達につながっていったことなど、金融の国際化・自由化の波によって、それまで「窓口指導」の実効性を支えていた金融環境が急速に変化しつつあったことも見逃せない。したがって、日本銀行としては、できるだけ早く「窓口指導」から脱却して、欧米主要国のような「市場（価格）メカニズム」による民間金融機関貸出のコントロールへ移行しなければならないという意識が、調査部門を中心に強かったのである。

もっとも、日本銀行が、もっぱら「窓口指導」によって民間金融機関貸出をコントロールしていたと見なすのは適当ではない。日本銀行は、公定歩合操作、預金準備率操作などの正統的な金融政策手段を用いて、短期金融市場の代表的金利であるコール・レートを望ましい水準に誘導することによって、民間金融機関貸出を望ましい水準にコントロールしようと努めていたからである。横山昭雄氏の表現を借りれば、公定歩合操作を「金融政策効果発現の起点」とし、コール・レートを「効果波及の鍵」とし、準備預金制度を「効果波及を可能とするための枠組み」として、日本銀行の金融政策は実施されていた（横山昭雄 [1987] p. 142）。したがって、日本銀行の意識としては、あくまでもそうした正統的な金融政策手段の駆使こそが、本来の金融政策であり、「窓口指導」は、正統的な金融政策手段の効果を補完する（効果を妨げる制約要因を取り除いたり、効果が発現するまでの時間を早める）手段であると位置付けられていたのである。ちなみに、公定歩合引上げや預金準備率引上げなどの形で明確な金融引締め政策がとられない限り、「窓口指導」単独では民間金融機関の貸出を抑制しえないというのが、当時における日本

銀行の総務部や営業局の共通認識であった。正統的な金融政策手段と「窓口指導」のうち、どちらが「表」でどちらが「裏」とするのかは論者の立場によって異なろうが、いずれにせよ両者は表裏一体の関係にあったといえよう。

さて、日本銀行が「マネーサプライ重視政策」の下で試みたのは、短期金融市場における自由化を進めることによって、マネーサプライ（実際には民間金融機関貸出）をコントロールするための「市場（価格）メカニズム」を強化することであった。中川幸次氏は、金融政策担当理事となった1978年に、森永総裁から「私の任期もあと一年半しかない。自由化をたのむよ。」としばしば熱心な言葉をかけられたと回想している（中川幸次 [1981] p. 99）。金融調節を担当する営業局では、自由化に伴う金利の乱高下や自らの権限縮小を恐れる声が少なからずあったようであるが、ともあれ森永総裁の命令の下、1973年6月から短期金融市場の「弾力化」（自由化に反対する声に配慮したための表現）がスタートしたのであった。当時の営業局における短資会社担当であった武藤英二氏（現在、日本銀行大阪支店長）は、1978～79年にかけての「コール手形市場弾力化の経緯と弾力化以降の市場運営」に関する詳細なメモを残しているが、それによれば、コールレートの変更に伴う手形転売の自由化（1978年6月）、自由レートの7日ものコール創設（同年10月）、自由レートの1ヶ月物手形創設、3山越え手形レートの建値撤廃と都銀売り現先枠の拡大（同年11月）、コールレートの建値撤廃と期日物コール多様化（1979年4月）、自由金利の譲渡性預金創設と非居住者の現先取引自由化（同年5月）、2山越え手形レートの建値撤廃（同年10月）—という形で、短期金融市場における自由化が矢継ぎ早に進められたことがわかる。

しかし、一連の短期金融市場自由化措置が採られたにも拘らず、日本銀行調査局 [1975a] において合意された、「(マネーサプライ・コントロールのために) ここ当分は窓口指導を継続することもやむをえない」という結論は、

その後も変更されるには至らなかった。既に述べたとおり、1978 年 12 月に始まった第 2 次石油危機に対応して、日本銀行は 1979 年 1～3 月期からいち早く「窓口指導」を復活させ、いざ金融引締めとなると、再び「衣の下 の 鎧」を剥き出しにしたのであった。国債市場や短期金融市場における自由化はそれなりに進んだものの、預金金利の自由化が始まったばかりの当時においては、確かに金利政策のみで民間金融機関の貸出（ひいてはマネーサプライ）を狙い通りの水準にコントロールすることは困難であったのかもしれない。だが、そうした金融自由化に関する現状認識より以上に、日本銀行営業局が「窓口指導」という直接的規制手段に対して抱いていた執着心は強かったというべきだろう。当時の営業局長であり、後に理事となった蔵原千秋氏は、「自由化といえども、都銀に対するグリップ（掌握力）を決して失ってはいけない」を口癖にしていたが、それは金利政策によるマネーサプライ・コントロールとは違った価値観の吐露であった。

今日において振り返ってみると、1978～1979 年にかけて短期金融市場で一連の自由化措置が実施された中で、日本銀行の金融調節自体は、殆ど変化していなかったことに気づく。すなわち、当時における日本銀行の金融調節は、①準備預金の積み立て期間を通じてみると、民間金融機関の超過準備を容認しない（積み立て期間の最終日には、計算上の誤差を除いて、実際の準備預金残高を必ず所要準備預金残高に合わせるように「着地」させる）、②都市銀行など資金不足の金融機関に対しては、コールレートよりも低い公定歩合での日銀貸出を供与することによって、資金不足を埋め合わせる、③コールレート（オーバーナイト物）は、市場での需給変動によって自動的に決定されるというよりは、日本銀行（および、その意図を受けた短資会社）の「口先介入」によって左右される一などの基本的な特徴を、従来同様に維持していたのである。これらの特徴は、日本銀行が民間金融機関を掌握するための、いわば「飴と鞭」の使い分けに当るものであり、そうした金融調節に

よって民間金融機関に対する「グリップ」を確保しておくことが、一旦金融引締め期に入った場合に、「窓口指導」という直接的規制手段を有効ならしめるための条件でもあった。その意味で、1970年代後半の森永総裁時代においては、日本銀行の金融調節は伝統的な枠組みをそのまま維持していたのである。

4. 金融政策運営上のインプリケーション

本論文では、1970年代後半において日本銀行が採用したいわゆる「マネーサプライ重視政策」について検討してきたが、そこから明らかになった金融政策運営上のインプリケーションは、次の通りである。

- ① 日本銀行が、「マネーサプライ重視政策」の下で、1978年7～9月期から開始した「マネーサプライ見通し」は、翌四半期における前年同期比増加率見通しを「～%程度」「～%台」という形で公表するものであり、なによりも見通しが当ることを優先していた。また、仮に「見通し」が外れたとしても日本銀行の裁量的な金融政策を拘束する性格のものではなかった。その意味で、当時の欧米諸国において採用されていた「マネーサプライ目標あるいは目標範囲」の公表とは、性格を異にするものであった。
- ② 当時の欧米主要国が、インフレーションの下での「金利政策」の問題点に対処すべく、金融政策の運営上、金利に替えてマネーサプライという量的金融指標を重視するようになったのに対して、日本銀行の金融政策は、「マネーサプライ重視政策」に移行する以前から、民間金融機関貸出量という量的金融指標を重視していた。日本銀行が「マネーサプライ重視政策」に移行したのは、昭和50年代前半における国債の大量発行開始（および民間金融機関による国債引受の累増）に伴い民間金融機

国債の大量発行とマネーサプライ重視政策（1975年～1979年）

関貸出増加率とマネーサプライ増加率との間に乖離が生じるようになったのが主たる理由であったとされているが、金融政策運営上の指標として、民間金融機関貸出量とマネーサプライのいずれが優れているのかに関する検討は不十分なままであった。

- ③ 日本銀行は、マネーサプライをコントロールするために金利政策を活用する方針を採り、1978～1979年にかけて短期金融市場での自由化措置を矢継ぎ早に実施した。しかし、第2次石油危機に対応した金融引締め策としては、いち早く「窓口指導」を復活させるなど、「マネーサプライ重視政策」の下でも、金融政策の運営方式に基本的な変更はみられなかった。すなわち、森永総裁時代においては、金利政策を活用したマネーサプライ・コントロールを看板に掲げながら、その内実は、従来通りの「窓口指導」によって民間金融機関貸出の抑制が行なわれていたのであった。

《注》

- (1) 米ドルの動揺に対応して、欧州各国では域内通貨間の為替相場安定化に向けた動きが進展した。1979年3月に西ドイツのシュミット首相とフランスのジスカール・デスタン大統領の主導による欧州通貨制度（EMS）が発足し、イギリスを除くEC8カ国（西ドイツ、フランス、イタリア、ベネルクス3国、デンマーク、アイルランド）が参加した。EMSの下で、参加国通貨相互間での変動幅を縮小するための為替相場メカニズム（ERM）が導入されるとともに、欧州通貨単位（ECU）が創出された。
- (2) 一般会計税収の年度平均伸び率は、昭和40年代（1965～1974年度）の19.4%から昭和50年代前半（1975～1979年度）の9.6%へと大幅に低下した。一方、一般会計歳出の年度平均伸び率は、同期間において19.9%から15.2%とわずかに低下したに過ぎなかった。
- (3) ここで、「直近四半期の見通し」は、前期比（年率）ではなく、前年同期比であることに注意する必要がある。この論文で、「四半期といった比較的短い期間については、市中貸出以外の供給要因の不規則変動もかなり響くため、いかに市中貸出を厳格にコントロールしていくとしても、マネーサプライ自体の

不規則なフレは避けられない。」(p.11)と述べられているとおり、前期比での見通しは外れる危険性が高い。それに対して、前年同期比であれば、見通し公表時点ですでに3四半期分の実績値が出ているわけであり、しかも実際に公表された見通しは「%台」、「%前後」という大雑把なものであったから、見通しが外れる危険性は格段に低下することになるからである。日銀内部で賛成者が多かったのは、「前年同期比のレンジ見通しならばおそらく当るだろう」という楽観的観測があったためであろう。しかし、本来の「マネーサプライ重視政策」の立場からすれば、公表されるべきは、「先行き1年間の見通し」(すなわち、今後1年間の前年比増加率)でなくてはならなかったはずである。

- (4) アメリカ連邦準備制度は、すでに1970年からマネーサプライ目標値を内部で設定しており、1974年1月からは、FFレートに加えて、M1、M2についての短期的な目標レンジ(FOMC開催月および翌月の2か月間における増加率の範囲)を対外的に公表していた。
- (5) 西ドイツにおける「中央銀行通貨残高」は、広義のマネーサプライ指標であるM3とほぼ同様の動きを示していたので、ブンデスバンクとしては、M3の目標値を設定したのと同様の意味を持っていた。
- (6) さらに、サッチャー政権下の1980年3月になって、ポンド建てM3について先行き4年度に亘る中期目標増加率を公表し、マネーサプライ増加率を段階的に引下げていく方針を表明した。
- (7) 日本銀行は第2次世界大戦後の復興期において民間金融機関の貸出に対する個別査定を行っていたが、1963年5月にそうした貸出査定が廃止されたことを背景として、1964年1~3月期から「貸出増加額規制」(いわゆる「窓口規制」)を実施するようになった。その後、1973年1~3月期からは規制色を薄めたいわゆる「窓口指導」として、民間金融機関に対する貸出抑制指導を行うようになった。
- (8) 国債の大量発行が開始されたばかりの1970年代後半においては、マネーサプライの増加率が国内銀行貸出の増加率を上回っていたが、1980年代に入ると両者の関係は逆転した。ことに1980年代後半のいわゆるバブル期には、国内貸出の増加率がマネーサプライの増加率を大幅に上回っており、マネーサプライよりも銀行貸出を注視していれば、「金余り」現象や土地・株式市場の熱狂に対する警戒感も強まったのではないかとの悔いが残るところである。
- (9) ただし、欧米主要国でも、マネーサプライをコントロールするために用いられた手段は、引き続き金利政策が中心であった。つまり、「マネーサプライ目標政策」は、決して金利政策の重要性を否定するものではなく、マネーサプライ目標(レンジ)を達成するために、必要ならばより大幅な金利変動を容認す

国債の大量発行とマネーサプライ重視政策（1975 年～1979 年）

ることを求めていたのである。

参考文献

- 黒田晃生（1988）『日本の金融市場』（東洋経済新報社）
中川幸次（1981）『体験的金融政策論』（日本経済新聞社）
中村隆英（1993）『昭和史Ⅱ』（東洋経済新報社）
日本銀行調査局（1975a）「日本におけるマネーサプライの重要性について」、『日本銀行調査月報』昭和 50 年 7 月号
日本銀行調査局（1975b）「欧米主要国におけるマネー・サプライ残高重視の傾向とその背景」、『日本銀行調査月報』昭和 50 年 3 月号
日本銀行調査局（1976）「昭和 50 年の金融経済の動向」、『日本銀行調査月報（増刊）』
日本銀行調査局（1977）「昭和 51 年の金融経済の動向」、『日本銀行調査月報（増刊）』
日本銀行調査局（1978）「昭和 52 年の金融経済の動向」、『日本銀行調査月報（増刊）』
日本銀行調査局（1979）「昭和 53 年の金融経済の動向」、『日本銀行調査月報（増刊）』
日本銀行調査局（1980）「昭和 54 年の金融経済の動向」、『日本銀行調査月報（増刊）』
日本銀行百年史編纂委員会（1986）『日本銀行百年史第 6 巻』（日本銀行）
横山昭雄（1987）『現代の金融構造』（日本経済新聞社）